

KINERJA KEUANGAN, KINERJA SAHAM DAN STRUKTUR MODAL DI INDONESIA

Nera Marinda Machdar
Institut Teknologi dan Bisnis Kalbis Institute
nera.marinda@kalbis.ac.id

Abstract

This study addresses the role of the company's financial performance on the company's stock performance, and investigates the role of capital structure as a moderating variable to weaken the effect of the company's financial performance on the company's stock performance. This research uses agency theory and pecking order theory. Panel regression analysis method is used for the data analysis. The data used as the sample of the company is the properti and real estat firms listed in Indonesia Stock Exchange, and the observation period is the year 2011-2016. The number of samples by using purposive sampling criteria is available 234 firms-year. The findings of this study is that the company's financial performance has no effect on the company's stock performance, and capital structure can not moderate the effect of the company's financial performance on the company's stock performance.

Keywords: *stock performance; financial performance; capital structure.*

JEL Classification: E22, M41, O16

Submission date: Agustus 2018

Accepted date: September 2018

PENDAHULUAN

Kinerja keuangan telah menarik perhatian yang signifikan dari para ilmuwan di berbagai bidang bisnis dan manajemen strategis. Hal ini juga menjadi perhatian utama dari para praktisi bisnis di semua jenis organisasi. Para ilmuwan dan praktisi bisnis menganggap bahwa kinerja keuangan perusahaan memiliki implikasi bagi kelangsungan hidup. Kinerja keuangan perusahaan yang tinggi mencerminkan efektivitas dan efisiensi manajemen dalam memanfaatkan sumber daya perusahaan (Kaguri, 2012). Pada akhirnya, efektivitas dan efisiensi manajemen memberikan kontribusi untuk perekonomian negara pada umumnya. Kinerja keuangan perusahaan

sangat penting bagi manajemen karena merupakan hasil yang telah dicapai oleh seorang individu atau sekelompok individu dalam suatu organisasi yang terkait dengan wewenang dan tanggung jawab dalam mencapai tujuan legal, tidak bertentangan dengan hukum, dan sesuai dengan moral dan etika (Almajali, Almajali, dan Al-Soub, 2012). Kinerja keuangan perusahaan diukur dalam bentuk rasio mencakup sejumlah konsep dan dikelompokkan menjadi profitabilitas, likuiditas, *leverage*, rasio investasi-pemegang saham, dan pemanfaatan (Pascareno dan Siringoringo, 2016).

Disamping kinerja keuangan perusahaan, kinerja saham juga penting. Kinerja saham yang diukur dengan *price to book value ratio* juga sangat menarik perhatian penasihat investasi, manajer investasi dan investor. Penjualan saham di bawah nilai buku pada umumnya dianggap *under valued* (terlalu rendah), sedangkan penjualan di atas nilai buku dinilai *over valued* (terlalu tinggi) (Marangu dan Jagongo, 2014). Namun, yang paling banyak penasihat investasi, manajer investasi dan investor tahu bagaimana menghitung harga saham terhadap nilai buku tapi perhitungannya tidak mengidentifikasi faktor-faktor yang mendorong atau mempengaruhi rasio ini.

Perusahaan properti dan real estat memainkan peran penting dalam perekonomian Indonesia, terutama dalam menyediakan rumah bagi penduduk dan properti lainnya untuk mendukung bisnis dalam rangka untuk mengembangkan negara serta untuk menjamin kesejahteraan masyarakat. Perusahaan properti dan real estat diwajibkan untuk menjalankan usahanya dengan baik sesuai dengan tuntutan dunia bisnis serta memiliki kinerja keuangan yang baik bagi pemangku kepentingan. Untuk memenuhi kebutuhan pemangku kepentingan, perusahaan properti dan real estat harus memenuhi harapan investor. Penilaian prestasi perusahaan dapat dilihat tidak hanya dari peningkatan laba perusahaan pada periode tertentu, tetapi juga dari faktor-faktor lain. Laba perusahaan dapat digunakan sebagai sinyal bahwa perusahaan mampu memenuhi kewajibannya kepada investor dan pemegang saham. Disamping laba, kemampuan perusahaan untuk menunjukkan prestasi yang baik juga dianggap sebagai unsur penilaian perusahaan yang dapat menunjukkan prospek di masa depan.

Sejumlah studi telah meneliti pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap kinerja saham perusahaan, namun peneliti sebelumnya lebih menekankan pada karakteristik spesifik perusahaan sebagai pengganti kinerja keuangan perusahaan. Menurut pengetahuan peneliti, karakteristik spesifik perusahaan belum ada definisi baku dan belum jelas ukurannya. Oleh sebab itu, peneliti mencoba mengganti karakteristik spesifik perusahaan dengan kinerja keuangan perusahaan. Meskipun sejumlah studi telah meneliti dampak karakteristik perusahaan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan properti dan real estat, namun fitur yang sangat penting dan sangat sedikit penelitiannya adalah peran struktur modal dalam hal ini *debt to equity ratio* keuangan. Ketersediaan kredit telah meningkat dari waktu ke waktu karena pertumbuhan ekonomi dan pembangunan, struktur kelembagaan kuat, serta peningkatan inovasi keuangan dan integrasi. Dengan demikian, hal itu juga telah menjadi semakin penting untuk memahami dampak struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan properti dan real estat. Krisis keuangan yang terjadi baru-baru ini, di mana pasar kredit membeku dan pengembalian ekuitas jatuh, memberikan motivasi lebih lanjut untuk memahami efek struktur modal yang potensial.

Beberapa teori telah digunakan peneliti untuk menjelaskan pengaruh struktur modal, antara lain *pecking order theory* dan *agency theory*. *Pecking order theory* merupakan salah satu teori yang paling berpengaruh terhadap struktur modal dalam hal pembiayaan investasi. Menurut Myers (1984), perusahaan lebih memilih pembiayaan

internal dibandingkan pembiayaan eksternal karena adanya masalah *adverse selection*. Ketika pendanaan dari luar perusahaan diperlukan, perusahaan lebih memilih utang daripada ekuitas karena biaya informasi lebih rendah terkait dengan masalah utang. Pendanaan dari ekuitas jarang digunakan. Modigliani & Miller (1958) menyarankan bahwa, dalam dunia tanpa friksi, tidak ada perbedaan antara pendanaan utang dan ekuitas sehubungan dengan nilai perusahaan.

Dengan demikian, keputusan pendanaan tidak menambah nilai perusahaan dan karena itu bukan urusan manajer. Namun, dalam dunia nyata, hal ini tidak berlaku. Saat ini, struktur modal adalah salah satu keputusan keuangan penting untuk setiap organisasi bisnis. Keputusan ini penting karena organisasi perlu memaksimalkan kembali ke berbagai organisasi dan juga memiliki efek pada kinerja perusahaan. Jensen & Meckling (1976) mengidentifikasi adanya masalah keagenan, yaitu biaya agensi dari ekuitas dan utang. Konflik antara manajer dan pemegang saham menyebabkan timbulnya biaya agensi dari ekuitas, dan konflik antara pemegang saham dan pemegang utang menyebabkan biaya agensi dari utang. Biasanya, manajer tertarik dalam mencapai target sendiri yang mungkin berbeda dari nilai perusahaan. Ketika pemberi pinjaman memberikan uang kepada sebuah perusahaan, tingkat bunga berdasarkan risiko perusahaan. Manajer dapat menggoda untuk mentransfer nilai dari kreditur ke pemegang saham. Tindakan *monitoring* dan kontrol menyebabkan timbulnya biaya utang agen.

Disamping itu studi tentang efek moderasi struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan pada perusahaan properti dan real estat masih sangat terbatas dan juga memberikan hasil penelitian yang tidak konsisten. Studi ini mencoba mengisi celah tersebut dengan menganalisis pengaruh kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan *return on asset* (ROA), *return on equity* (ROE), *net profit margin* (NPM) terhadap kinerja saham perusahaan yang diukur dengan *price to book value* (PBV), dan struktur modal yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) sebagai pemoderasi pada perusahaan properti dan real estat dengan periode pengamatan 2011 sampai dengan 2016.

Berdasarkan penjelasan diatas, maka perumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut: (1) Apakah kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan *return on asset* (ROA), *return on equity* (ROE), *net profit margin* (NPM) berpengaruh terhadap kinerja saham perusahaan?; dan (2) Apakah peran struktur modal dapat memperkuat pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap kinerja saham perusahaan?

REVIU LITERATUR DAN HIPOTESIS

Agency Theory

Agency theory diperkenalkan oleh Jensen & Meckling (1976). Teori agen menyebutkan bahwa biaya agensi disebabkan dari timbulnya konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer perusahaan. Biaya agensi didefinisikan sebagai jumlah dari biaya *monitoring*, biaya ikatan, dan kerugian residual. Teori keagenan menyatakan bahwa antara manajemen dan pemilik memiliki kepentingan yang berbeda. Agen selaku manajemen adalah pihak yang mengelola perusahaan sehingga mengetahui informasi internal lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan prinsipal (Jensen & Meckling, 1976). Oleh karena itu manajemen harus memberikan informasi mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik (prinsipal), namun informasi yang disampaikan oleh manajemen sering tidak sesuai dengan kondisi perusahaan yang

sebenarnya karena manajemen cenderung melaporkan sesuatu dengan prioritas memaksimalkan utilitasnya. Kondisi inilah yang menimbulkan asimetri informasi, yaitu terjadi kesenjangan yang disebabkan adanya kepentingan yang berbeda, sehingga sering menimbulkan konflik kepentingan antara prinsipal dan agen. Konflik kepentingan antara manajemen dan investor dapat menyebabkan alokasi sumber daya perusahaan tidak optimal.

Pecking Order Theory

Pecking order theory diperkenalkan oleh Myers (1984), dan Myers & Majluf (1984). Teori ini menjelaskan mengapa keuangan internal jauh lebih populer dari pada keuangan eksternal dan mengapa utang diklasifikasikan sebagai pilihan pembiayaan eksternal yang paling menarik. *Pecking order theory* mengacu pada hirarki pembiayaan dimulai dengan laba ditahan diikuti oleh pembiayaan utang dan pembiayaan ekuitas, dan terakhir pembiayaan eksternal. Teori ini pada dasarnya menunjukkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi menggunakan lebih sedikit utang dibandingkan dengan perusahaan lain karena perusahaan tidak perlu mengumpulkan dana dari eksternal. Utang adalah opsi pilihan eksternal termurah dan paling menarik bila dibandingkan dengan metode lain dari peningkatan modal.

Manajemen mengikuti urutan preferensi ketika melakukan keputusan pembiayaan. Hal ini dapat dijelaskan sebagai berikut: Misalkan ada tiga sumber pendanaan yang tersedia bagi perusahaan: laba ditahan, utang, dan ekuitas. Laba ditahan tidak memiliki masalah *adverse selection*. Ekuitas memiliki masalah *adverse selection*, sementara utang hanya sedikit memiliki masalah *adverse selection*. Menurut Myers & Majluf (1984), *adverse selection* timbul karena adanya asimetri informasi antara manajer (orang dalam) dan investor (orang luar). Hal ini disebabkan karena manajer memiliki informasi lebih daripada investor dan bertindak dalam mendukung pemegang saham. Dari sudut pandang investor luar, ekuitas lebih berisiko daripada utang. Keduanya memiliki risiko yang besar, namun ekuitas lebih berisiko dibandingkan dengan utang. Oleh karena itu, investor luar akan menuntut tingkat *return* yang lebih tinggi dari ekuitas dibandingkan dengan utang. Dari perspektif orang dalam perusahaan, laba ditahan merupakan sumber pendanaan yang lebih baik daripada utang, dan utang adalah kesepakatan yang lebih baik daripada pembiayaan ekuitas. Dengan demikian, perusahaan akan membiayai semua proyek menggunakan laba ditahan jika memungkinkan. Jika jumlah laba ditahan tidak mencukupi, maka pembiayaan utang akan digunakan. Dengan demikian, untuk sebuah perusahaan dalam operasi normal, ekuitas tidak akan digunakan dan defisit pembiayaan akan cocok dengan masalah hutang bersih.

Kinerja Saham Perusahaan

Dalam jangka panjang, tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang baik dapat dicapai jika kinerja saham perusahaan juga baik. Nilai perusahaan yang tinggi menggambarkan tingkat kemakmuran pemilik perusahaan. Dengan kata lain, nilai perusahaan yang menjadi indikator kinerja saham perusahaan. Kinerja saham perusahaan properti dan real estat akan diukur dengan *price to book value* (PBV). *Price to Book Value* (PBV) merupakan perbandingan antara *market value* dengan *book value* suatu saham. Menurut Ross, Westereld & Jafe (2013), rasio PBV mencerminkan adanya potensi pergerakan harga suatu saham. Hal ini berarti PBV berpengaruh terhadap harga saham secara tidak langsung. Kenaikan ataupun

penurunan harga saham dapat mencerminkan kinerja saham perusahaan yang menjadikan salah satu tolok ukur bagi investor dalam proses pengambilan keputusan berinvestasi.

Struktur Modal

Keputusan struktur modal merupakan campuran dari utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai usahanya (Brealey, Myers & Allen, 2017). Pada umumnya ada dua metode pembiayaan yaitu metode utang dan ekuitas. Utang diklasifikasikan menurut utang jangka pendek dan jangka panjang. Pembiayaan melalui ekuitas dalam distribusi dan penawaran saham kepada pemegang saham saat ini dan pemegang saham potensial, serta reinvestasi keuntungan tidak didistribusikan. Selain itu, sumber daya keuangan dikategorikan menurut sumber daya internal dan eksternal. Sumber daya internal termasuk laba yang tidak dibagikan, sedangkan sumber daya eksternal termasuk rilis dan menawarkan saham baru kepada pemegang saham saat ini, meminjam dari bank dan lembaga kredit, menerbitkan obligasi, dan pinjaman kreditur berupa pembelian barang dan jasa secara kredit (Morteza & Mehrnoosh, 2015). Pembiayaan utang adalah salah satu faktor utama dalam keputusan investasi baik di tingkat mikro maupun makro (Ghalandari, 2013). Perusahaan yang memiliki tingkat utang yang tinggi mungkin berisiko terhadap kebangkrutan jika perusahaan tidak mampu melakukan pembayaran utang, dan juga mungkin tidak dapat menemukan pemberi pinjaman baru di masa depan. Di sisi lain, tingkat utang yang tinggi dapat meningkatkan return bagi pemegang saham dan membuat penggunaan keuntungan pajak yang terkait dengan pinjaman lebih baik (Almajali, Almajali, & Al-Soub, 2012).

Kinerja Keuangan Perusahaan

Return on Asset

Return on Asset (ROA) mencerminkan kemampuan manajemen perusahaan mengelola sumber daya investasi riil untuk menghasilkan keuntungan (Ross, Westereld & Jafe, 2013). ROA secara luas digunakan untuk membandingkan efisiensi dan kinerja operasional perusahaan seperti yang terlihat pada imbal hasil yang diperoleh dari aset dibiayai oleh perusahaan. Semakin tinggi ROA mencerminkan semakin efisien manajemen mengelola perusahaan dan sebaliknya. ROA dihitung dengan membagi laba bersih terhadap total aset.

Return on Equity

Return on Equity (ROE) adalah analisis yang biasa digunakan oleh investor yang digunakan untuk mengukur berapa banyak keuntungan yang dapat menjadi hak bagi pemilik modal (Ross, Westereld & Jafe, 2013). Untuk investor, analisis *return on equity* penting karena analisis dapat menentukan manfaat dari investasi yang dilakukan. Bagi perusahaan, analisis ini penting karena merupakan faktor penarik bagi investor untuk berinvestasi. Secara umum, semakin tinggi *return* atau laba yang diperoleh, semakin baik posisi pemilik perusahaan. *Return on Equity* menunjukkan profitabilitas modal sendiri atau sering disebut sebagai profitabilitas bisnis. Perusahaan dengan *return on equity* yang tinggi berarti memiliki kinerja keuangan yang tinggi. Rasio ini juga dipengaruhi oleh utang perusahaan skala besar dan kecil. Jika semakin besar utang maka *return on equity* juga semakin besar. ROE menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba bersih bagi para pemegang saham; ROE yang lebih besar menunjukkan semakin besar kinerja perusahaan. Peningkatan ROE merupakan

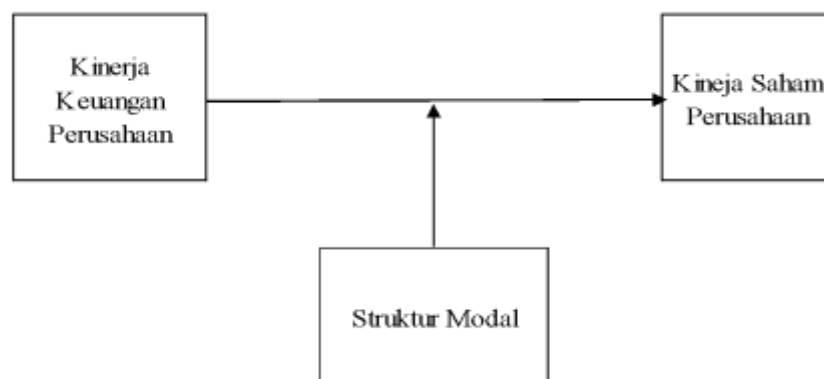
peningkatan efisiensi manajemen dalam mengelola dana dan kegiatan operasional untuk menciptakan keuntungan. Pertumbuhan ROE menunjukkan potensi keuntungan yang lebih tinggi dan prospek perusahaan yang lebih baik. Ini akan menjadi sinyal bagus bagi investor, meningkatkan kepercayaan terhadap perusahaan, dan karena itu memungkinkan manajemen untuk meningkatkan modal ekuitas perusahaan. Di sisi lain, ketika permintaan kenaikan saham perusahaan di pasar, maka akan meningkatkan harga ekuilibriumnya.

Net Profit Margin

Net profit margin (NPM) atau margin laba bersih mengukur seberapa banyak keuntungan dari setiap dolar penjualan yang tersisa setelah semua biaya biaya operasional, bunga, dan pajak penghasilan dikurangkan (Brealey, Myers & Allen, 2017). Dengan kata lain, NPM mengukur berapa besar rasio setiap dolar yang dihasilkan dari penjualan terhadap keuntungan perusahaan. Margin yang lebih tinggi berarti perusahaan lebih menguntungkan. Margin keuntungan yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan dapat mengendalikan biaya atau memiliki posisi kompetitif yang solid dalam industrinya. Nilai NPM yang tinggi juga dapat merupakan salah satu tolok ukur bagi investor untuk berinvestasi di perusahaan tertentu karena NPM yang lebih tinggi mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan laba bersih. Laba bersih yang tinggi meningkatkan harapan investor untuk mendapatkan *return* yang lebih tinggi (Dita & Murtaqi, 2014).

Kerangka Pemikiran

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan diatas, maka penelitian ini merumuskan kerangka pemikiran sebagai berikut:



Gambar 1
Kerangka Pemikiran
Sumber : Diolah peneliti

Pengembangan Hipotesis

Kinerja Keuangan Perusahaan dan Kinerja Saham Perusahaan

Penelitian mengenai pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap kinerja saham perusahaan telah dilakukan sebelumnya oleh Apsari, Dwiatmanto & Azizah (2015), Marangu & Jagongo (2014), Yulianti & Suratno (2015) dan menghasikan pengaruh yang positif. Apsari, Dwiatmanto & Azizah (2015) meneliti pengaruh

signifikan baik secara simultan maupun secara parsial antara *return on equity*, *net profit margin*, *debt to equity ratio*, dan *long-term debt to equity ratio* terhadap *price to book value* pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2010-2013.

Variabel independen yaitu *return on equity* (ROE), dan *net profit margin* (NPM) yang merupakan perhitungan dari profitabilitas, dan *debt to equity ratio* (DER), dan *long-term debt to equity ratio* (LDER) yang merupakan perhitungan dari struktur modal, sedangkan variabel dependen yaitu *price book value* (PBV) yang merupakan perhitungan dari nilai perusahaan. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif eksplanatori dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dalam penentuan sampel, dan diperoleh 17 perusahaan dari 20 perusahaan. Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model regresi linear berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan ROE, NPM, DER, dan LDER berpengaruh signifikan terhadap PBV, sedangkan secara parsial ROE dan NPM berpengaruh positif signifikan terhadap PBV, dan DER dan LDER tidak berpengaruh signifikan terhadap PBV.

Marangu & Jagongo (2014) menganalisis hubungan antara *price to book value* dan variabel laporan keuangan berikut: *dividend payout ratio*, *return on total assets*, *return on equity*, *return per share*, *dividend per share* dan *growth rate of earnings after tax* untuk perusahaan tercatat di Nairobi Securities Exchange (NSE). Penelitian ini menemukan bahwa ada hubungan yang signifikan secara statistik antara *price to book value* dan variabel laporan keuangan seperti *return on total assets*, *return on equity*, *return per share* dan *dividend per share* di NSE, Kenya. Selain itu, tidak ada hubungan yang signifikan secara statistik antara *price to book value* dengan *dividend payout ratio* dan *growth rate of earnings after tax* di NSE, Kenya. Variabel prediktor terbaik dari *price to book value* adalah *return on total assets*, *return on equity* dan *dividend per share*. Studi ini juga menyimpulkan bahwa *return on total assets*, *return on equity* dan *return per share* semua memiliki pengaruh positif terhadap *price to book value* sedangkan *dividend per share* memiliki pengaruh negatif terhadap *price to book value ratio*.

Yulianti & Suratno (2015) menguji *return on equity*, *debt to equity ratio*, *price earning ratio*, *assets growth*, dan inflasi terhadap *return* saham pada perusahaan *property* dan *real estat*. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* sehingga menghasilkan 25 sampel perusahaan *property* dan *real estat*. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa secara simultan *return on equity*, *debt to equity ratio*, *price earning ratio*, *assets growth*, dan inflasi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan hasil pengujian secara parsial menunjukkan *return on equity*, *price earning ratio*, dan inflasi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, sedangkan *debt to equity ratio* dan *assets growth* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return saham*.

Argumen yang mendasari penelitian ini adalah sebagai berikut: Pertama, *return on assets* dapat digunakan sebagai indikator profitabilitas perusahaan. ROA menggambarkan seberapa efektif perusahaan memanfaatkan aset untuk menghasilkan laba (Ross, Westereld & Jafe, 2013). Rasio ROA memberi investor gagasan tentang seberapa efektif perusahaan mengubah uang yang harus diinvestasikan ke laba bersih. Semakin tinggi jumlah ROA, semakin baik, karena perusahaan menghasilkan lebih banyak uang dengan investasi lebih rendah. Kedua, *return on equity* menunjukkan keuntungan yang dinikmati oleh pemilik saham. Semakin tinggi nilai ROE, semakin baik prospek perusahaan karena adanya potensi peningkatan

keuntungan yang diperoleh perusahaan. Ketiga, *net profit margin* merupakan salah satu rasio mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan bersih setelah dipotong pajak (Dita & Murtaqi, 2014). Semakin tinggi nilai NPM, semakin baik prospek perusahaan karena adanya potensi peningkatan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Peningkatan nilai ROA, ROE dan NPM memberikan sinyal positif dari perusahaan kepada investor. Hal ini meningkatkan kepercayaan investor menanamkan modal dalam bentuk saham. Sesuai dengan teori agensi manajemen cenderung melaporkan profitabilitas perusahaan tinggi agar dapat menaikkan nilai perusahaan, sehingga dengan demikian prioritas memaksimalkan utilitas manajemen tercapai. Apabila terdapat kenaikan permintaan saham suatu perusahaan, maka secara tidak langsung menaikkan harga pasar per lembar saham di pasar modal. Dengan naiknya harga pasar per lembar saham maka semakin tinggi pula nilai PBV perusahaan. Berdasarkan analisis dari peneliti sebelumnya dan argumen yang disampaikan, maka hipotesis yang diajukan adalah:

Hipotesis 1: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja saham perusahaan.

Struktur Modal, Kinerja Keuangan Perusahaan dan Kinerja Saham Perusahaan

Dalam kondisi pasar efisien, dampak keuangan terhadap nilai pasar saham perusahaan tidak efektif (Modigliani & Miller, 1958). Nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh komposisi keuangan ketika opsi keuangan dianggap kurang. Jika kebijakan investasi perusahaan dilakukan dengan baik, maka tidak akan ada pajak dan biaya transaksi yang terkait dengan peningkatan modal dan kebangkrutan di dunia nyata. Dengan demikian, pengungkapan semua informasi adalah valid, sehingga struktur modal tidak mempengaruhi kinerja perusahaan. Menurut Ghalandari (2013), jika ada peluang pertumbuhan, dapat diharapkan bahwa terjadi hubungan negatif antara utang dan nilai perusahaan. Brealey, Myers & Allen (2017) menegaskan bahwa pembiayaan internal tidak cukup untuk menutup pengeluaran investasi rata-rata, sehingga pembiayaan eksternal sering digunakan. Dengan kata lain, pendanaan menggunakan ekuitas menjadi lebih penting. Nopiyanti & Darmayanti (2016) meneliti pengaruh *price earning ratio*, ukuran perusahaan dan profitabilitas pada nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel moderasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal tidak mampu memoderasi hubungan *price earning ratio*, ukuran perusahaan dan profitabilitas pada nilai perusahaan.

Argumen yang mendasari penelitian ini adalah bahwa struktur modal yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) dapat menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan. Semakin rendah rasio DER, maka semakin kecil risiko perusahaan karena pendanaan dari unsur hutang lebih kecil daripada modal sendiri. Teori *pecking order* pada dasarnya menunjukkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi menggunakan lebih sedikit utang dibandingkan dengan perusahaan lain karena perusahaan tidak perlu mengumpulkan dana dari eksternal. Kondisi ini menyebabkan biaya modal rendah. Struktur modal merupakan campuran dari utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai usahanya (Brealey, Myers & Allen, 2017). Struktur modal dapat mempengaruhi hubungan antara kinerja keuangan dan kinerja saham perusahaan. Menurut teori *pecking order*, perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi memiliki kecenderungan untuk tidak menggunakan utang untuk pembiayaan investasi. Perusahaan berusaha menggunakan sumber dana internal terlebih dahulu sebelum menggunakan sumber pendanaan eksternal. Semakin tinggi utang perusahaan

maka semakin rendah reaksi investor terhadap kinerja saham. Hal ini terjadi karena mayoritas investor di Indonesia lebih suka menghindari risiko. Dengan demikian, struktur modal akan menyebabkan pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap kinerja saham perusahaan melemah. Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah:

Hipotesis 2: Struktur modal memperlemah pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap kinerja saham perusahaan.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Dilihat dari tujuan penelitian, maka penelitian ini merupakan penelitian dasar atau fundamental, memiliki tujuan untuk menghasilkan teori pengetahuan (Sugiyono, 2013). Secara spesifik penelitian ini bertujuan untuk menemukan pola hubungan yang bersifat interaktif melalui pengujian hipotesis (Sugiyono, 2013). Penelitian ini menggunakan informasi data perusahaan properti dan real estate selama periode 2011 - 2016. Pemilihan perusahaan properti dan real estate karena perusahaan-perusahaan tersebut memiliki peran penting dalam perekonomian Indonesia.

Seiring meningkatnya jumlah penduduk di Indonesia maka perlu menyediakan rumah bagi penduduk dan properti lainnya untuk mendukung bisnis dalam rangka untuk mengembangkan negara serta untuk menjamin kesejahteraan masyarakat. Selanjutnya perusahaan properti dan real estate banyak melakukan kegiatan investasi. Variabel-variabel yang digunakan terdiri dari variabel dependen adalah kinerja keuangan perusahaan, yang diukur dengan *price to book ratio*, variabel independen merupakan kinerja saham perusahaan meliputi *return on asset* (ROA), *return on equity* (ROE), dan *net profit margin* (NPM). Variabel moderasi adalah struktur modal yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER). Data penelitian ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), dan *IDX Website* www.idx.co.id.

Populasi dan Sampel

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2011-2016. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan pemilihan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan propertidan real estat yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode penelitian (2011-2016).
2. Perusahaan tersebut sudah terdaftar di BEI pada tahun 2011.
3. Laporan keuangan telah diaudit oleh auditor independen per 31 Desember.
4. Laporan keuangan memiliki informasi lengkap terkait dengan semua variabel yang diteliti.
5. Perusahaan yang memiliki ekuitas negatif dikeluarkan dari sampel.

Definisi Operasional Variabel

Kinerja Saham Perusahaan

Kinerja merupakan ukuran keberhasilan dalam mengelola dan mengalokasikan sumber daya yang dimiliki perusahaan. Menurut Hartono (2013), kinerja saham dikaitkan dengan *return* dan risiko saham. Suatu saham yang memiliki tingkat pengembalian yang tinggi akan memiliki tingkat risiko yang tinggi. Dalam penelitian

ini, kinerja saham perusahaan diproksikan dengan *Price book value* (PBV). *Price book value* (PBV) merupakan rasio ukuran nilai pasar yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya (Brealey, Myers & Allen, 2017). Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya memiliki rasio PBV > 1, berarti bahwa nilai buku saham lebih kecil dari nilai pasar saham. Nilai rasio PBV yang tinggi menunjukkan keberhasilan perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Sebaliknya untuk perusahaan yang memiliki rasio PBV < 1 menunjukkan perusahaan tersebut tidak berhasil secara keseluruhan menciptakan nilai untuk pemegang saham (Brealey, Myers & Allen, 2017). Kinerja saham perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV) diformulasikan sebagai berikut (Brealey, Myers & Allen, 2017):

$$PBV_{it} = \frac{\text{Harga pasar per lembar saham}_{it}}{\text{Nilai buku per lembar saham}_{it}} \dots\dots\dots(1)$$

Kinerja Keuangan Perusahaan

Return on assets (ROA) merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih dengan menggunakan aset yang dimiliki perusahaan. ROA dirumuskan sebagai berikut (Ross, Westereld & Jafe, 2013):

ROA _{it} =	$\frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}_{it}}{\text{Total Aset}_{it}}$	\dots\dots\dots(2)
---------------------	--	--------------------

Return on equity (ROE) adalah rasio untuk mengukur seberapa efektif perusahaan memanfaatkan kontribusi pemilik dan atau seberapa efektifnya perusahaan memanfaatkan sumber-sumber lain untuk kepentingan pemilik. *Return on equity* diformulasikan sebagai berikut (Ross, Westereld & Jafe, 2013):

ROE _{it} =	$\frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}_{it}}{\text{Total Ekuitas}_{it}}$	\dots\dots\dots(3)
---------------------	---	--------------------

Net profit margin (NPM) merupakan rasio yang menghitung sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu. NPM yang semakin tinggi maka kinerja perusahaan semakin produktif dan efisien dalam menekan biaya untuk meningkatkan laba dari penjualan, sehingga akan meningkatkan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. *Net profit margin* dapat dirumuskan sebagai berikut (Brealey, Myers & Allen, 2017):

$$NPM_{it} = \frac{\text{Net income}_{it}}{\text{Net sales}_{it}} \dots\dots\dots(4)$$

Struktur Modal

Struktur modal diukur dengan *debt equity ratio* (DER). DER merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya berdasarkan seberapa besar modal yang dimiliki untuk membayar utangnya. *Debt equity ratio* diformulasikan sebagai berikut (Ross, Westereld & Jafe, 2013):

$$DER_{it} = \frac{\text{Total Utang}_{it}}{\text{Total Ekuitas}_{it}} \dots \dots \dots (5)$$

Metode Analisis Data

Mengacu pada rerangka konseptual yang diajukan pada penelitian ini, maka analisis model penelitian dibedakan dalam dua kelompok. Pertama, analisis terhadap variabel-variabel kinerja keuangan perusahaan yang mempengaruhi kinerja saham perusahaan. Kedua, analisis terhadap variabel-variabel struktur modal yang memperkuat atau memperlemah pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap kinerja saham perusahaan. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan menggunakan bantuan program EVIEWS 8.

Model penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis sebagai berikut:

$$PBV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 NPM_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

$$PBV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 NPM_{it} + \beta_5 ROA_{it} * DER_{it} + \beta_6 ROE_{it} * DER_{it} + \beta_7 NPM_{it} * DER_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

- PBV_{it} = *Price to book value* perusahaan i dalam tahun t
- ROE_{it} = *Return on equity* perusahaan i dalam tahun t
- ROA_{it} = *Return on asset* perusahaan i dalam tahun t
- NPM_{it} = *Net profit margin* perusahaan i dalam tahun t
- DER_{it} = *Debt equity ratio* perusahaan i dalam tahun t
- $ROA_{it} * DER_{it}$ = Interaksi *return on asset* dan *debt equity ratio* perusahaan i dalam tahun t
- $ROE_{it} * DER_{it}$ = Interaksi *return on equity* dan *debt equity ratio* perusahaan i dalam tahun t
- $NPM_{it} * DER_{it}$ = Interaksi *net profit margin* dan *debt equity ratio* perusahaan i dalam tahun t
- ε_{it} = *Error* perusahaan i dalam tahun t
- β = Konstanta

HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Perusahaan

Jumlah perusahaan properti dan real estat terdaftar di BEI tahun 2016 sebanyak 67 perusahaan. Jumlah perusahaan yang tidak terdaftar sejak tahun 2011 sebesar 28 perusahaan. Jumlah sisa perusahaan properti dan real estat yang dijadikan sampel sebanyak 39 perusahaan, dengan 6 (enam) tahun pengamatan. Jadi jumlah observasi perusahaan-tahun adalah 234 observasi.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Tabel 1 menyajikan hasil uji asumsi klasik multikolinearitas. Berdasarkan pada hasil *output* matrik korelasi antar variabel independen dapat dinyatakan bahwa tidak terdapat korelasi antar variabel independen yang tinggi diatas 0,90. Jadi dapat disimpulkan tidak terdapat multikolinearitas antar variabel independen.

Tabel 1
Uji Asumsi Klasik Multikolinearitas

	ROA	ROE	NPM
ROA	1.0000	0.8652	0.7715
ROE	0.8652	1.0000	0.6018
NPM	0.7715	0.6018	1.0000

Sumber: Data diolah dengan EVIEWS 8.

Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji *Breusch Pagan Godfrey*. Hasil uji asumsi klasik heteroskedastisitas dapat dilihat pada Tabel 2. Hasil uji *Breusch Pagan Godfrey* mengindikasikan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas dalam hasil WLS yang ditunjukkan dengan nilai Obs*R-squared yang tidak signifikan secara statistik (nilai $p = 0.1836$).

Tabel 2
Heteroskedasticity Test: Breusch Pagan Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	1.620383	Prob. F(3,230)		0.1854
Obs*R-squared	4.843325	Prob. Chi-Square(3)		0.1836
Scaled explained SS	7.061963	Prob. Chi-Square(3)		0.0699
White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.107607	0.223942	4.945951	0.0000
ROA	-0.055118	0.053615	-1.028047	0.3050
ROE	0.047512	0.024139	1.968274	0.0502
NPM	-0.005913	0.007016	-0.842810	0.4002
R-squared	0.020698	Mean dependent var		1.203567
Adjusted R-squared	0.007924	S.D. dependent var		2.095532
S.E. of regression	2.087212	Akaike info criterion		4.326482
Sum squared resid	1001.985	Schwarz criterion		4.385547
Log likelihood	-502.1984	Hannan-Quinn criter.		4.350297
F-statistic	1.620383	Durbin-Watson stat		1.459848
Prob(F-statistic)	0.185391			

Sumber: Data diolah dengan EVIEWS 8.

Hasil uji asumsi klasik autokorelasi dengan uji *Lagrange Multiplier (LM) Test* disajikan pada Tabel 3. Nilai p dari nilai Obs*R-squared signifikan secara statistik (0.0000). Hal ini menunjukkan bahwa terjadi autokorelasi diantara variabel yang diuji. Pengobatan autokorelasi dilakukan dengan menggunakan Uji Newey West yang disajikan pada Tabel 4.

Tabel 3
Uji Auto Korelasi dengan Uji Lagrange Multiplier (LM) Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	33.50303	Prob. F(2,228)		0.0000
Obs*R-squared	53.14947	Prob. Chi-Square(2)		0.0000
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

C	0.101605	0.090100	1.127687	0.2606
ROA	-0.001037	0.026555	-0.039039	0.9689
ROE	-0.009047	0.011990	-0.754489	0.4513
NPM	0.000284	0.003645	0.077798	0.9381
RESID(-1)	0.381556	0.065662	5.810890	0.0000
RESID(-2)	0.181499	0.065945	2.752283	0.0064
R-squared	0.227135	Mean dependent var		1.52E-17
Adjusted R-squared	0.210186	S.D. dependent var		1.099424
S.E. of regression	0.977074	Akaike info criterion		2.816799
Sum squared resid	217.6658	Schwarz criterion		2.905397
Log likelihood	-323.5654	Hannan-Quinn criter.		2.852521
F-statistic	13.40121	Durbin-Watson stat		1.898975
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: Data diolah dengan EVIEWS 8.

Tabel 4
Pengobatan Auto Korelasi dengan Uji Newey West

Dependent Variable: PBV				
Method: Least Squares				
Date: 01/12/18 Time: 20:14				
Sample: 1 234				
Included observations: 234				
HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 5.0000)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.180565	0.132719	8.895192	0.0000
ROA	-0.028521	0.033996	-0.838958	0.4024
ROE	0.063998	0.020177	3.171807	0.0017
NPM	-0.004459	0.003491	-1.276994	0.2029
R-squared	0.172185	Mean dependent var		1.620128
Adjusted R-squared	0.161388	S.D. dependent var		1.208366
S.E. of regression	1.106571	Akaike info criterion		3.057355
Sum squared resid	281.6347	Schwarz criterion		3.116420
Log likelihood	-353.7105	Hannan-Quinn criter.		3.081170
F-statistic	15.94665	Durbin-Watson stat		1.795597
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic		8.894076
Prob(Wald F-statistic)	0.000013			

Sumber: Data diolah dengan EVIEWS 8.

Hasil Penelitian Statistik Diskriptif

Tabel 5 menyajikan statistik diskriptif untuk seluruh variabel dalam penelitian ini. Kinerja keuangan perusahaan yang diproksikan dengan *price to book value* (PBV) memiliki nilai rata-rata lebih besar dibandingkan dengan nilai standar deviasi. Hal ini menunjukkan simpangan data atau hasil sebaran data yang cukup. Nilai rata-rata merupakan representasi dari keseluruhan data PBV dan DER, sehingga hasilnya normal dan tidak terjadi bias. Variabel *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE) dan *net profit margin* (NPM) memiliki hasil sama dengan PBV, dengan nilai rata-rata lebih besar dibandingkan dengan nilai standar deviasi.

Tabel 5

Statistik Diskriptif

	PBV	ROA	ROE	NPM	DER
Mean	1.679423	6.537095	12.84745	24.52679	1.095772
Median	1.315000	5.235000	11.29500	19.86500	0.798700
Maximum	4.890000	27.31000	41.21000	109.6200	5.670000
Minimum	0.150000	-8.800000	0.060000	-68.07000	0.000000
Std. Dev.	1.207220	5.332908	9.149393	21.80896	1.089672
Observations	234	234	234	234	234

Sumber: Data diolah dengan EVIEWS 8.

Hasil Regresi Model Penelitian Pertama

Hasil regresi model penelitian pertama dengan menggunakan alat statistik EVIEWS 8, dengan asumsi koefisien slope konstan, intersep bervariasi antar periode, disajikan pada Tabel 6. Berdasarkan tampilan pada Tabel 6, dapat dijelaskan sebagai berikut: Pertama, besarnya *adjusted R²* sebesar 62.18%. Hal ini berarti bahwa hanya 62.18% variasi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel independen yaitu *return on assets*, *return on equity* dan *net profit margin*, sedangkan sisanya 37.82% dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model.

Kedua, nilai F hitung sebesar 9.328833 dengan probabilitas sebesar 0.000. Oleh karena probabilitas signifikan pada level 1%, maka dapat disimpulkan bahwa nilai koefisien determinasi *R²* sama dengan nol. Dengan kata lain, variabel *return on assets*, *return on equity* dan *net profit margin* tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Ketiga, *return on asset* (ROA) memiliki nilai t-Statistic sebesar -1.108466 dengan probabilitas signifikansi 0.2691. *Return on equity* (ROE) memiliki nilai t-Statistic sebesar 1.020289 dengan probabilitas signifikansi 0.3089. *Net profit margin* (NPM) memiliki nilai t-Statistic sebesar 0.671214 dengan probabilitas signifikansi 0.5029. Hal ini berarti bahwa ROA, ROE dan NPM tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hipotesis 1 yang dirumuskan bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja saham perusahaan ditolak.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Apsari, Dwiatmanto & Azizah (2015) yang menemukan bahwa *return on equity*, *net profit margin* berpengaruh terhadap *price to book value* pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Marangu & Jagongo (2014) bahwa *return on total assets*, *return on equity* dan *return per share* semua memiliki pengaruh positif terhadap *price to book value*.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya. Kemungkinan perusahaan properti dan real estat di Indonesia sebagian besar sahamnya dimiliki oleh keluarga dan manajemen perusahaan, sehingga ROA, ROE dan NPM tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Tabel 6
Hasil Regresi Model Penelitian Pertama

Dependent Variable: PBV
Method: Panel Least Squares
Date: 01/12/18 Time: 18:10
Sample: 2011 2016
Periods included: 6

Cross-sections included: 39

Total panel (balanced) observations: 234

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.562609	0.091307	17.11386	0.0000
ROA	-0.029382	0.026507	-1.108466	0.2691
ROE	0.015801	0.015487	1.020289	0.3089
NPM	0.002516	0.003748	0.671214	0.5029

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.696491	Mean dependent var	1.620128
Adjusted R-squared	0.621831	S.D. dependent var	1.208366
S.E. of regression	0.743090	Akaike info criterion	2.421499
Sum squared resid	103.2583	Schwarz criterion	3.115516
Log likelihood	-236.3154	Hannan-Quinn criter.	2.701326
F-statistic	9.328833	Durbin-Watson stat	2.077264
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Data diolah dengan EVIEWS 8.

Hasil Regresi Model Penelitian Kedua

Hasil regresi model penelitian kedua dengan menggunakan alat statistik EVIEWS 8, dengan asumsi koefisien slope konstan, intersep bervariasi antar individu, disajikan pada Tabel 7. Berdasarkan tampilan pada Tabel 7, dapat dijelaskan bahwa hasil interaksi menunjukkan: (a) interaksi ROA_DER memiliki t-statistic -1.021588 dengan signifikansi 0.3083, (b) interaksi ROE_DER memiliki t-statistic 0.061681 dengan signifikansi 0,9509, dan (c) interaksi NPM_DER memiliki t-statistic 1.666018 dengan signifikansi 0,0974. Secara statistik, dampak pemoderasian ini tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa *debt to equity ratio* (DER) tidak memperkuat ataupun memperlemah pengaruh ROA, ROE dan NPM terhadap kinerja keuangan perusahaan. Jadi, hipotesis 2 yang menyatakan bahwa struktur modal memperlemah pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap kinerja saham perusahaan ditolak. Hasil ini sejalan dengan penelitian Nopiyanti & Darmayanti (2016). Dengan kata lain, *debt to equity ratio* (DER) tidak dapat digunakan sebagai variabel pemoderasi. Pembiayaan internal tidak cukup untuk menutup pengeluaran investasi rata-rata, sehingga pembiayaan eksternal dapat digunakan. Ketersediaan kredit telah meningkat dari waktu ke waktu karena pertumbuhan ekonomi dan pembangunan struktur kelembagaan kuat, serta peningkatan inovasi keuangan dan integrasi tidak dipengaruhi oleh kinerja keuangan dan kinerja saham perusahaan

Tabel 7
Hasil Regresi Model Penelitian Kedua

Dependent Variable: PBV				
Method: Panel Least Squares				
Date: 01/12/18 Time: 18:09				
Sample: 2011 2016				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 39				
Total panel (balanced) observations: 234				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.585571	0.093989	16.86971	0.0000
ROA	-0.004966	0.038609	-0.128619	0.8978
ROE	0.012072	0.020460	0.590016	0.5559
NPM	-0.003743	0.005347	-0.700137	0.4847
ROA_DER	-0.031664	0.030994	-1.021588	0.3083
ROE_DER	0.000485	0.007861	0.061681	0.9509
NPM_DER	0.010761	0.006459	1.666018	0.0974
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Period fixed (dummy variables)				
R-squared	0.701435	Mean dependent var	1.620128	
Adjusted R-squared	0.621926	S.D. dependent var	1.208366	
S.E. of regression	0.742996	Akaike info criterion	2.430714	
Sum squared resid	101.5760	Schwarz criterion	3.169031	
Log likelihood	-234.3936	Hannan-Quinn criter.	2.728403	
F-statistic	8.822085	Durbin-Watson stat	2.103348	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: Data diolah dengan EVIEWS 8.

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menganalisis pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap kinerja saham perusahaan dengan struktur modal sebagai pemoderasi. Secara lebih khusus, penelitian ini mencoba menjawab peran kinerja keuangan perusahaan terhadap kinerja saham perusahaan, serta menginvestigasi peran pemoderasi struktur modal untuk memperlemah kinerja keuangan perusahaan terhadap kinerja saham perusahaan. Berdasarkan pembahasan sebelumnya, maka dapat disimpulkan bahwa (1) Kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan *return on asset* (ROA), *return on equity* (ROE), *net profit margin* (NPM) tidak berpengaruh

terhadap kinerja saham perusahaan; dan (2) Struktur modal tidak dapat memperlemah pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap kinerja saham perusahaan. Hal ini berarti bahwa struktur modal tidak dapat memoderasi pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap kinerja saham perusahaan.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan properti dan real estat dan tidak memasukkan sektor bangunan, sehingga hasil penelitian tidak dapat mengeneralisasi untuk perusahaan properti lainnya.

Saran Untuk Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini menyarankan untuk penelitian selanjutnya agar peneliti dapat mempertimbangkan faktor-faktor lain seperti *Dividen per Share* (DPS) dan *Dividen Pay Out Ratio* (DPR), faktor kepemilikan keluarga atau kepemilikan manajemen sebagai pengganti variabel ROA, ROE dan NPM, karena ketiga variabel tersebut tidak memberikan pengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan properti dan real estat yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Implikasi Penelitian

Hasil penelitian ini dapat memberikan implikasi teoritis bahwa kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan *return on asset* (ROA), *return on equity* (ROE), *net profit margin* (NPM) seharusnya berpengaruh terhadap kinerja saham perusahaan yang diukur dengan *price to book ratio* (PBV). Peningkatan nilai ROA, ROE dan NPM memberikan sinyal positif dari perusahaan kepada investor sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor menanamkan modal dalam bentuk saham. Namun, jika dilihat dari hasil penelitian ini kinerja keuangan perusahaan ternyata tidak mempengaruhi kinerja saham. Demikian juga, struktur modal tidak memoderasi pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap kinerja saham perusahaan. Oleh karena itu, laporan keuangan bukan satu-satunya yang dapat memberikan masukan bagi investor sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan.

DAFTAR PUSTAKA

- Almajali, A. Y., Almajali, A. Y., & Al-Soub, Y. Z. 2012. Factors Affecting the Financial Performance of Jordanian Insurance Companies Listed at Amman Stock Exchange. *Journal of Management Research*, 4(2), 266-289.
- Apsari, I.A., Dwiartanto, & Azizah, D.F. 2015. Pengaruh *Return on Equity*, *Net Profit Margin*, *Debt to Equity Ratio*, Dan *Longterm Debt to Equity Ratio* Terhadap *Price Book Value*. *Jurnal Administrasi Bisnis* (JAB), 27(2), 1-8.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. & Allen, F. 2017. *Principles of Corporate Finance, 2nd Edition*. Wiley Series in Finance, Insurance and Real Estate. John Wiley & Sons, Inc.
- Dita, A.H. & Murtaqi, I. 2014. *The Effect of Net Profit Margin, Price to Book Value and Debt to Equity Ratio to Stock Return in the Indonesian Consumer Goods Industry*. *Journal of Business and Management*, 3(3), 305-315.
- Ghalandari, K. 2013. The Moderating Effects of Growth Opportunities on the Relationship between Capital Structure and Dividend Policy and Ownership Structure with Firm Value in Iran: Case Study of Tehran Securities Exchange.

- Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology*, 5(4), 1424-1431.
- Hartono, J. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Badan Penerbit Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kaguri, A. W. 2012. Relationship between Firm Characteristics and Financial Performance of Life Insurance Companies in Kenya. *Research Project*. University of Nairobi.
- Marangu K. & Jagongo A. 2014. Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables (An Empirical Study of Companies Quoted At Nairobi Securities Exchange, Kenya). *Global Journal of Commerce & Management Perspective*, 3(6), 50-56.
- Modigliani, F., & Miller, M. 1985. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Morteza, D. M., & Mehrnoosh, J. 2015. The Role of Financial Leverage in the Performance of Companies Listed. *Indian Journal Of Natural Sciences*, 5(30), 7402-7409.
- Myers, S. C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nopiyanti, I.D.A. & Darmayanti, N.P.A. 2016. Pengaruh PER, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas pada Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Moderasi. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(12).
- Pascareno, B.E. & Siringoringo. H., 2016. *The Effect of Financial Performance on Company's Value Moderated by Dividend Policy*. <http://dx.doi.org/10.15414/isd2016.s5.07>
- Ross, S., W.Westereld, R., & Jafe, J. 2013. *Corporate Finance, Tenth Edition*,. The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Sugiyono. 2013. *Metode Penelitian Kuantitatif*. Bandung: Penerbit Alfabeta.
- Yulianti, E. B., & Suratno, S. 2015. Return on Equity , Debt to Equity Ratio, Price Earning Ratio, Assets Growth, Inflasi dan Return Saham Perusahaan Properti dan Real Estat. *Jurnal Riset Akuntansi dan Perpajakan*, 2(2), 153-166.